

如何理解“货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”？



东方证券
ORIENT SECURITIES

事件：10月21日中国人民银行行长易纲在金融界论坛开幕仪式上表示，“货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来，保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。”

研究结论

- 过去几年，央行曾多次表示货币供应要与经济平稳增长的要求相匹配，即广义货币 M2 增速与名义国内生产总值（GDP）增速相匹配。此次央行行长的表态表明未来货币供应量增速所匹配的指标将从名义 GDP 增速转向反映潜在产出的名义 GDP 增速。
- 潜在产出（Potential Output）是指当劳动力、技术和自然资源等生产要素被充分利用的条件下，总产出能够达到的最大水平，也可以描述为在不引起通货膨胀的情况下，经济增长所能取得的可持续的最大增速。
- 潜在产出水平的不可观察且测算方式多样，有部分学者和研究结果认为中国的经济增速长期低于潜在产出水平，潜在产出水平应该在 6% 以上，也有部分学者认为未来 5 年潜在产出增速普遍在 5% 至 6% 的区间。
- 《2019 年第一季度货币政策执行报告》中提到：“我国的潜在经济增速近十年来有所下行，当前经济实际增速与潜在增速相近，产出缺口接近为零，实体经济供需基本平衡，失业率、通胀水平总体稳定。”这表明央行认为当时的 GDP 潜在增速近似为 6.4%（2019 年第一季度的 GDP 增速），但未来的潜在增速将受制于人口老龄化和资本收益率边际放缓。提升潜在产出的关键在于提高全要素生产率，具体的方式是技术创新和体制改革。央行在《2020 年第二季度货币政策执行报告》中提到，“下半年经济有望回到潜在增速水平”，第三季度的 GDP 增速为 4.9%，因此我们预计央行所认为的潜在经济增速或为 5%-6%。
- **相比之前目标，潜在产出增速更加稳定。**考虑到潜在增速的定义，在没有过热的情形下，实际经济增长应等于或稍稍低于潜在增速，同时潜在产出的增速也更加稳定，不受突发冲击的影响。“货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”这一转变，意味着货币供应的目标将更加稳定，在当前的疫情背景下，货币供应速度应比实际产生的名义 GDP 增速更高。
- **中长期的角度，“货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”是脱虚向实的进一步推进。**中国的 GDP 增速在过去较长的时间内低于货币供应的增速，但接近潜在经济增速，因此过去的货币供应与潜在名义 GDP 增速之间存在偏离。货币供应与潜在产出匹配意味着未来的货币政策将更加稳健，与疫情之年相比或适当偏紧，更看重脱虚向实，与经济增长的需求相适应。

风险提示

- 海外疫情反复，影响国内经济复苏和货币政策制定；
- 中美关系在大选后存在不确定性，导致政策偏离预先轨道。

报告发布日期

2020 年 10 月 25 日

证券分析师

陈至奕

021-63325888*6044

chenzhiyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519090001

证券分析师

孙金霞

021-63325888*7590

sunjinxia@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515070001

证券分析师

王仲尧

021-63325888*3267

wangzhongyao1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518050001

联系人

曹靖楠

021-63325888*3046

caojingnan@orientsec.com.cn

联系人

陈玮

chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

进出口数据表现亮眼	2020-10-13
供求同步修复，经济景气面扩大	2020-09-30
工业企业利润维持高增长	2020-09-29

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

进一步适应经济增长的货币供应

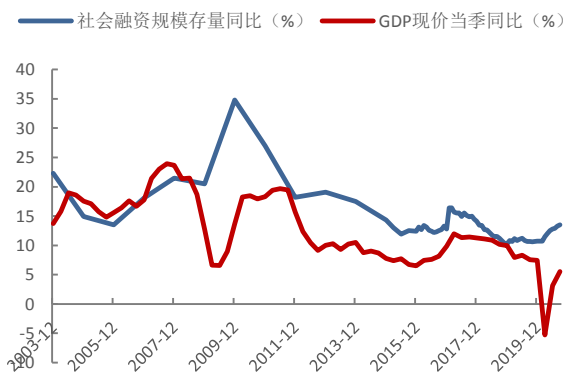
10月21日中国人民银行行长易纲在金融界论坛开幕仪式上表示，“货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来，保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。”

过去几年，央行曾多次表示货币供应要与经济平稳增长的要求相匹配，即广义货币 M2 增速与名义国内生产总值（GDP）增速相匹配。从过往的情况来看，中国在较长的一段时间内 M2 增速要快于 GDP 增速，一是因为中国的储蓄率较高且以间接融资为主，二是中国过往的经济主要靠出口和投资拉动，三是住房货币化增加了货币需求。此次央行行长的表态表明了未来货币供应量增速匹配对象的转变——从名义 GDP 增速转向反映潜在产出的名义 GDP 增速。我们认为，**货币供应量匹配要求的变化一方面政府对于未来几年经济增长目标的潜在要求，即将经济增速维持在潜在产出对应的经济增长水平附近（即劳动力、技术和自然资源等生产要素被充分利用），另一方面也表明未来货币政策将更加稳健。**

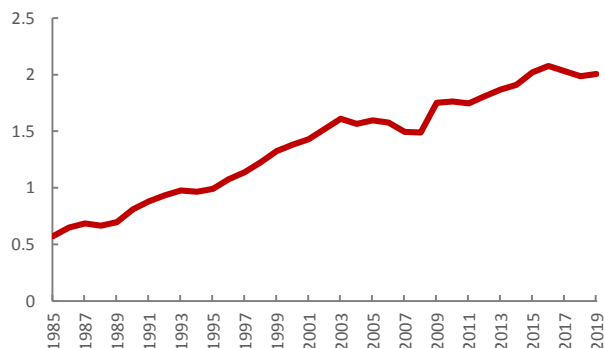
表 1：央行对于货币供应量与经济增长的描述

时间	文件/会议	内容
2019.05	2019 年第一季度货币政策执行报告	稳健货币政策力度把握是否合适，主要看货币条件是否与保持经济平稳增长及物价稳定的要求相匹配，即广义货币 M2 增速与国内生产总值 GDP 名义增速要匹配。
2020.02	坚持金融服务实体经济努力实现经济社会发展目标 ——《金融时报》记者访人民银行副行长刘国强	货币政策中介目标转为广义货币 M2 和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速基本匹配，从制度上保证了宏观杠杆率的基本稳定。
2020.03	“应对国际疫情影响 维持金融市场稳定”发布会	2020 年，稳健的货币政策会更加注重灵活适度，根据疫情的发展来把握好政策出台的力道、节奏和重点，保持广义货币 M2 和社会融资规模增速与国内生产总值名义增速基本匹配，在这种情况下，既要保持物价的基本稳定，同时又能够防范信用收缩的风险和经济下行出现叠加共振，处理好稳增长、防风险和控通胀的综合平衡关系。
2020.05	2020 年第一季度央行货币政策执行报告	保持 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速基本匹配并略高，以适度的货币增长支持经济高质量发展。
2020.10	坚持稳健的货币政策 坚定支持保市场主体稳就业——中国人民银行行长易纲在 2020 金融街论坛上的讲话	货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来，保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。

数据来源：央行，东方证券研究所

图 1：社融同比增速长期高于 GDP 增速


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：M2 占 GDP 比重（%）


数据来源：Wind，东方证券研究所

潜在产出的概念与具体水平

什么是潜在产出

潜在产出（Potential Output）是指当劳动力、技术和自然资源等生产要素被充分利用的条件下，总产出能够达到的最大水平，也可以描述为在不引起通货膨胀的情况下，经济增长所能取得的可持续的最大增速。潜在产出刻画了经济中长期可持续发展的增速，主要受到劳动力、资本和全要素增长率（TFP）的影响，各国央行关于它的测算主要采用生产函数法、指数法等多种方式。

潜在产出水平的学术观点

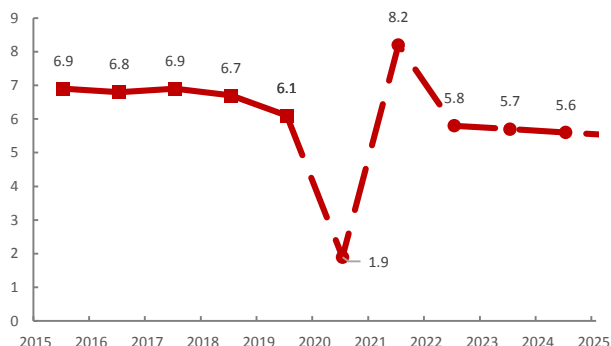
由于潜在产出水平的不可观测且测算方式多样，目前关于中国潜在产出水平的观点存在争议。有部分学者和研究结果认为中国的经济增速长期低于潜在产出水平，潜在产出水平应该在 6% 以上。中国经济增长前沿课题组（2019）的测算结果表明 2019-2023 年中国经济潜在增长率为 5.7%；徐忠（2019）的测算结果为在现有经济结构下，2019-2024 年的潜在产出增长率为 5.5%，2025-2029 年为 4.6%。可以达成一致的是，随着人口老龄化的加剧和投资效率的下降，中国的潜在产出水平正不断下滑，但与此同时，制度改革和技术创新将提高全要素生产率，从而提升潜在产出增速。

央行如何看待中国的潜在产出水平

《2019 年第一季度货币政策执行报告》中提到：“我国的潜在经济增速近十年来有所下行，当前经济实际增速与潜在增速相近，产出缺口接近为零，实体经济供需基本平衡，失业率、通胀水平总体稳定。”这表明央行认为当时的 GDP 潜在增速近似为 6.4%（2019 年第一季度的 GDP 增速）；

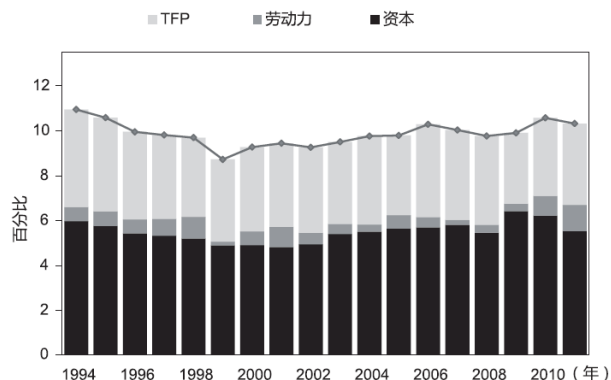
而到今年，央行在《2020 年第二季度货币政策执行报告》中提到，“下半年经济有望回到潜在增速水平”，第三季度的 GDP 增速为 4.9%，因此我们预计央行所认为的潜在经济增速或为 5%-6%。

图 3：IMF 关于中国 GDP 实际增速预测（%）



数据来源：IMF，东方证券研究所

图 4：IMF 测算的中国 1994 年至 2011 年的潜在产出



数据来源：IMF，东方证券研究所

与反映潜在产出的名义 GDP 增速相匹配的货币供应意味着什么？

相比之前目标，潜在产出增速更加稳定。考虑到潜在增速的定义，在没有过热的情形下，实际经济增长应等于或稍稍低于潜在增速，同时潜在产出的增速也更加稳定，不受突发冲击的影响。“货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”这一转变，意味着货币供应的目标将更加稳定，在当前的疫情背景下，货币供应速度应比实际产生的名义 GDP 增速更高。

中长期的角度，“货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配”是脱虚向实的进一步推进。中国的 GDP 增速在过去较长的时间内低于货币供应的增速，但接近潜在经济增速，因此过去的货币供应与潜在名义 GDP 增速之间存在偏离。货币供应与潜在产出匹配意味着未来的货币政策将更加稳健，与疫情之年相比或适当偏紧，更看重脱虚向实，与经济增长的需求相适应。

风险提示

海外疫情反复，影响国内经济复苏和货币政策制定；

中美关系在大选后存在不确定性，导致政策偏离预先轨道。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1865

